

# Иностранные инвестиции, счет капитала и развивающиеся страны

Международные финансы

Исаков А.В.

2012

[ale.isakov@gmail.com](mailto:ale.isakov@gmail.com)

[advancedfinance.ru](http://advancedfinance.ru)

[plus.ly/advfin](http://plus.ly/advfin)

# Чтение

## **Обязательно:**

- Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei and M. Ayhan Kose, Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence

## **По желанию:**

- Peter Blair Henry, Capital account liberalization: theory, evidence, and speculation, 2006

# Содержание

Представление о необходимости открытого счета капитала.

Модель открытия капитального счета.

Обзор эмпирических результатов.

Обсуждение соответствия эмпирических результатов модельным.

Интеграция в мировую финансовую  
систему/открытие капитального счета

```
graph TD; A[Интеграция в мировую финансовую систему/открытие капитального счета] --> B[Непосредственные эффекты:]; A --> C[Вторичные эффекты:]; B --> D[Более высокий уровень роста экономики]; C --> D;
```

Непосредственные эффекты:

- Дополнение к внутренним сбережениям
- Более низкая стоимость заимствования благодаря более эффективному разделению рисков
- Передача технологий
- Развитие финансового сектора

Вторичные эффекты:

- Развитие специализации
- Более эффективная экономическая политика
- Источник информации о мнении рынка о проводимых политиках

Более высокий уровень роста экономики

# Свободное перемещение капитала:

Лучшее решение аналогично  
либерализации торговли.

или

Лучшее решение при наличии готовых к  
открытию/эффективных внутренних  
рынков капитала (Newbery and Stiglitz  
(1984), Stiglitz (2008)).

# Теория (1):

Неоклассическая модель иностранных инвестиций

$$Y = F(K, AL) = K^{\alpha} (AL)^{1-\alpha}$$

Если  $k = \frac{K}{AL}$ , то можем записать выпуск на эффективную единицу труда  $y = \frac{Y}{AL}$ :

$$y = f(k) = k^{\alpha}$$

# Теория (2):

Неоклассическая модель иностранных инвестиций

Стабильное состояние экономики:

$$\dot{k} = s f(k(t)) - (n + g + \delta)k(t)$$

$s$  – доля сбережения от дохода,  $0 \leq s \leq 1$

$n$  – скорость роста предложения труда  $L$

$g$  – скорость роста производительности труда  $A$

$\delta$  – амортизация капитала.

# Теория (3):

## Неоклассическая модель иностранных инвестиций

Стабильное состояние экономики:

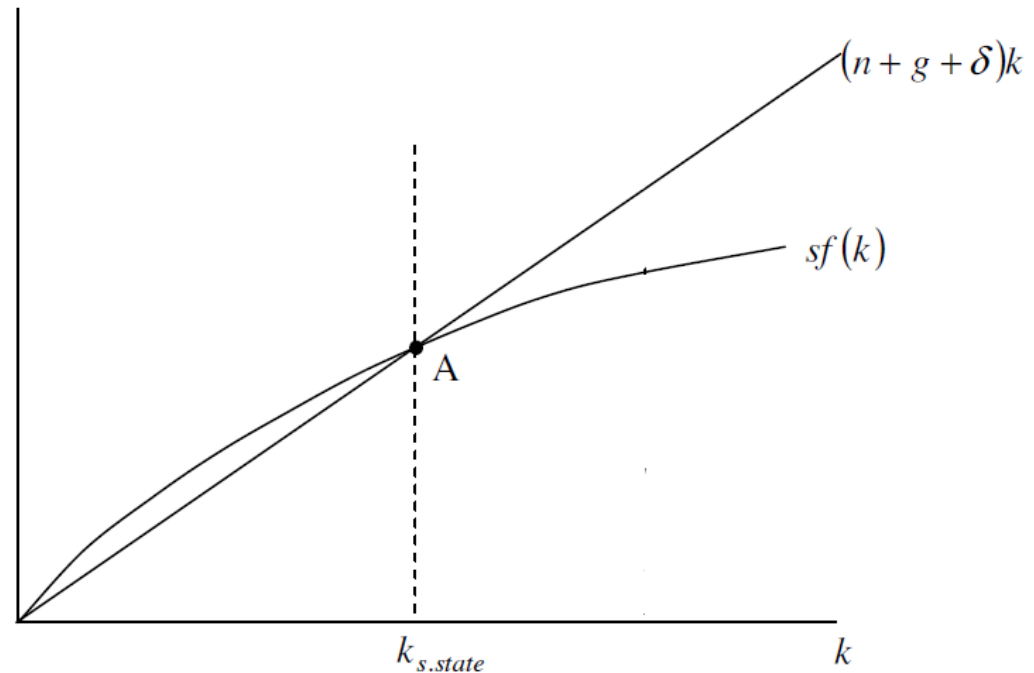
$$\dot{k} = 0$$

$$\frac{K}{AL} = \text{const}$$

$$\dot{K} = n + g$$

$$\left(\frac{\dot{Y}}{L}\right) = g$$

$$f'(k) = r + \delta$$





# Теория (4):

Неоклассическая модель иностранных инвестиций

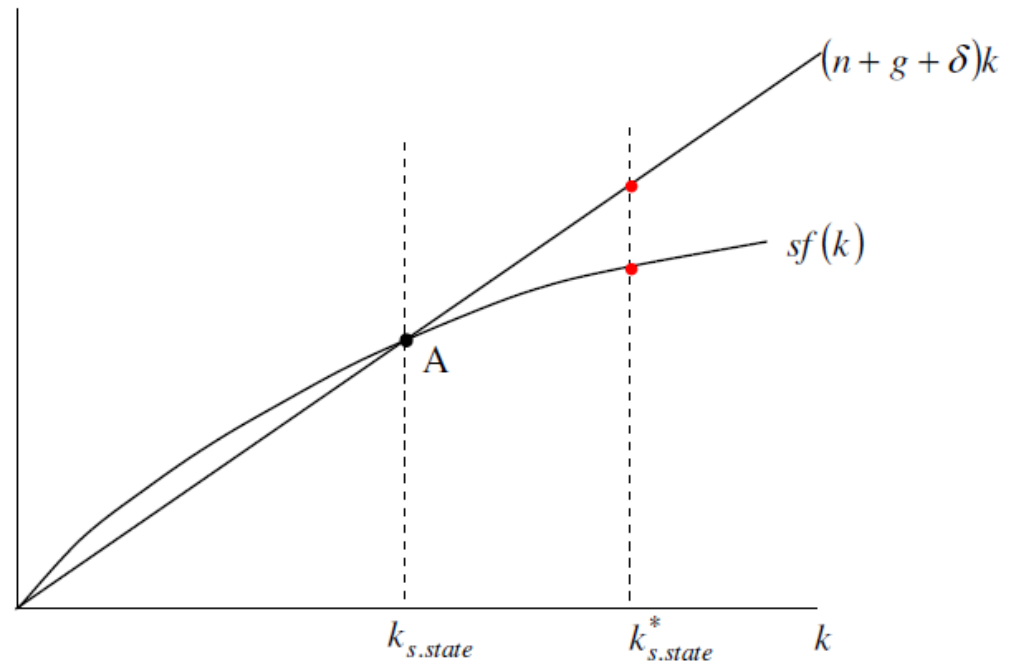
При открытии капитального счета стоимость капитала задается внешней ставкой  $r^* < r$ .

$$f'(k) = r^* + \delta$$

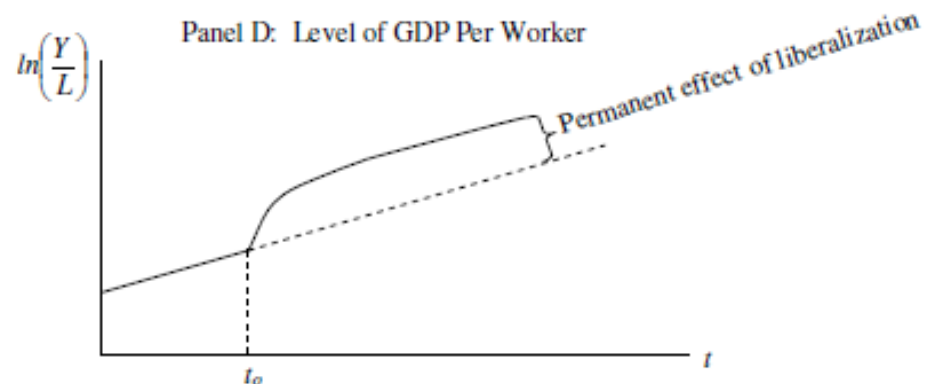
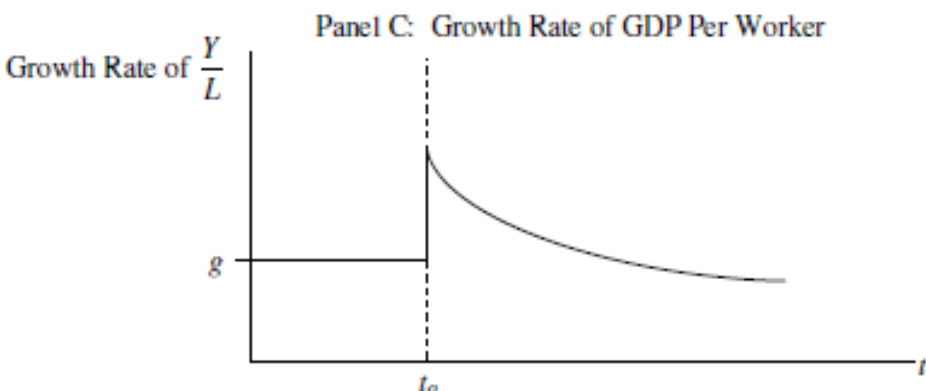
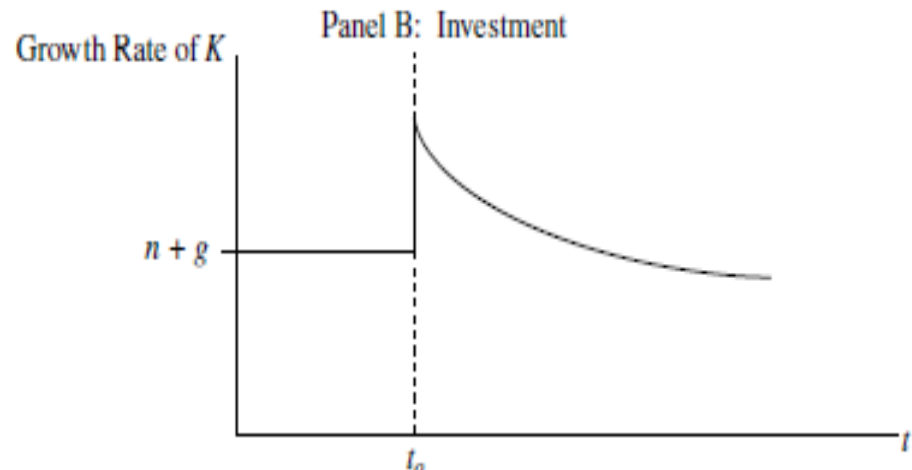
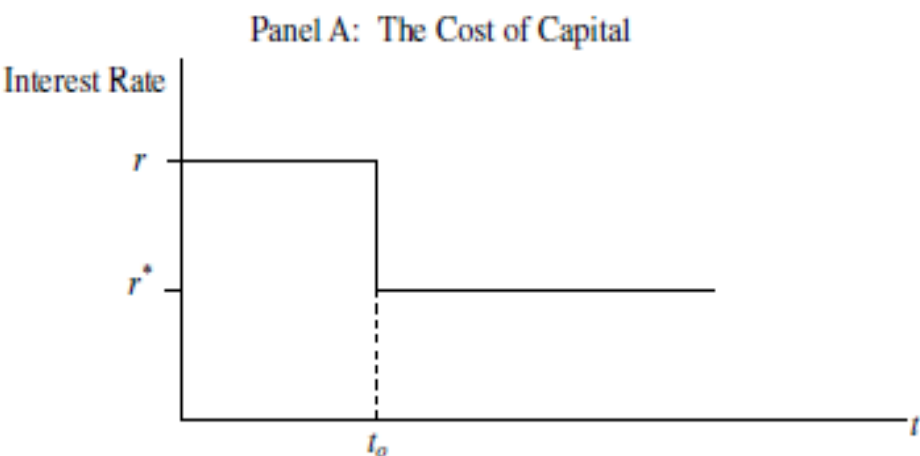
Т.к.  $k^* > k$ ,

то в момент открытия

$$\dot{K} > n + g$$



# Теория (5): Результаты либерализации капитального счета



Источник: (Henry, 2006)

# Проверка гипотезы об эффекте

$$y = F(X)$$

$y$

Целевой показатель:

- рост душевого дохода
  - рост душевого выпуска
- и т.д.

$X$

Мера открытости экономики

- Количество лет у страны открыт счет капитала
- Показатель открытости/закрытости из Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER) МВФ (например, Rodrik (1998))

# На практике эффект не настолько очевиден: (Prasad et al., 2003)

| Исследование  | Числ стран | Период наблюдения | Размер эффекта              |
|---|------------|-------------------|-----------------------------|
| Alesina, Grilli, and Milesi-Ferretti (1994)             | 20         | 1950-89           | Не наблюдается              |
| Grilli and Milesi-Ferretti (1995)                       | 61         | 1966-89           | Не наблюдается              |
| Quinn (1997)  | 58         | 1975-89           | Положительный               |
| Kraay (1998)  | 117        | 1985-97           | Не наблюдается или незначим |
| Rodrik (1998)   | 95         | 1975-89           | Не наблюдается              |
| Klein and Olivei (2000)                                 | Up to 92   | 1986-95           | Положительный               |
| Chanda (2001)   | 116        | 1976-95           | Незначим                    |
| Arteta, Eichengreen, and Wyplosz (2001)                 | 51-59      | 1973-92           | Незначим                    |
| Bekaert, Harvey, and Lundblad (2001)                    | 30         | 1981-97           | Положительный               |
| Edwards (2001)  | 62         | 1980s             | Не наблюдается для бедных   |
| O'Donnell (2001)  | 94         | 1971-94           | Не наблюдается или незначим |
| Reisen and Soto (2001)                                  | 44         | 1986-97           | Незначим                    |
| Edison, Klein, Ricci, and Sløk (2002)                   | Up to 89   | 1973-95           | Незначим                    |
| October 2001 and Edison, Klein, Ricci, and Sløk (2002). | 57         | 1980-2000         | Не наблюдается              |

# Возможные причины несоответствия:

- Эффект для роста зависит еще и от качества/готовности институтов:
  - Kraay, 1998 – нет
  - Klein, 2005 – используя показатели; качество чиновничества, уровень коррупции, риски национализации и т.п. находит эффект положительным при высоком, но не наилучшем качестве институтов
  - Arteta, Eichengreen and Wyplosz, 2003 – проверяет прошла ли страна через необходимые реформы. Результаты слабо положительные. Указывают на необходимость достижения сбалансированной внутренней экономики.
- Неточность меры открытости:
  - Quinn, 1997 – предлагает не бинарную, а непрерывную меру открытости.
  - Edwards, 2001 – использует метрику предложенную Quinn. Не находит эффекта для бедных стран.

# Критика Henry, 2007

**Критика:** Использовать классификацию AREAER неверно.

**Решение:** Использовать дату принятия решения о разрешении покупки акций иностранцами или значительный рост S&P/International Finance Corporation Investability Index.

**Критика:** В литературе принято тестировать влияние открытости на темп роста, однако модель не предполагает постоянного изменения темпа, а лишь переход на новый уровень.

**Решение:** Не известно о тестирование данной гипотезы.

# Сопутствующий выигрыш

Зачастую при открытии капитального счета наблюдаемый рост выпуска не может быть обоснован ростом капитала (Henry, 2003).

В литературе посвященной оценке «сопутствующего выигрыша» предлагаются следующие объяснения (Prasad et al, 2006):

- Развитие внутреннего финансового рынка
- Развитие институтов и регулирующих организаций
- Совершенствование макроэкономических программ
- Внешняя конкуренция заставляет внутренних игроков действовать более эффективно

# Задание

Выбрать одну из моделей Слайда 12 «На практике эффект не настолько очевиден: (Prasad et al., 2003)» и повторить расчет.

Описанием подхода и результатов заполнить таблицу.